

# 人民元的大幅切り上げはなぜ出来ないか

大久保 勲

## 1. はじめに

人民元が大幅に切り上がることが期待されてホットマネーが中国に流入した。中国は投機の圧力で人民元を切上げることはできないとしてきたが、最近貿易黒字が大きくなってきている。投機ではなく、いわば実需で外貨準備が増えているのだから、中国は人民元を切上げるべきだ、との意見も増えてきた。外貨準備も今や世界一となった。しかし、最近の人民元の対米ドル相場は本稿執筆時点の2006年8月29日、上海外為市場で一時1ドル＝7.9605元まで上昇し2005年7月の切り上げ後の最高値となった。しかし、それでも切り上げ以来の上昇幅は1.88%である。

この上昇幅は、投機筋の期待を大きく下回り、為替の専門家の予測も当たったとはいえない。それでは今後、人民元相場はどのように動くのであろうか。今後の相場動向の要因となる諸要素について検討し、人民元相場の方向性を探ることとしたい。人民元相場問題は、結論的には中国経済をどのように見るか、に帰結する。

## 2. 人民元相場の歴史的背景

福山大学経済学論集2002年3月（第26巻第2号）に、筆者は『中国金融体制改革の現状と課題－不良債権と人民元問題を中心に－』と題して、人民元問題を取り上げた。その中で、人民元問題を冷静に論じるには、まず人民元の歴史的背景を理解する必要がある、と書いた。その考えは今でも変わらない。

人民元は金平価を定めていたわけではないが、人民元は西側通貨の固定相場

人民元の大幅切り上げはなぜ出来ないか

時代に、金に対する価値を実質的に変えなかった。具体的には、1967年11月、英ポンドが14.3%切り下がった時も変えなかった。1971年12月、スミソニアン<sup>1</sup>の多角的通貨調整で1米ドルが360円から308円になったとき、米ドルは金に対して7.89%切り下がったが、人民元は金に対する価値を変えなかった。

1955年から1971年12月まで、1米ドルは2.4618円で不変であった。実際には、米ドル相場の公表は1970年代初めになってからのことであり、決済通貨としては主に英ポンドが使われていた。これは1950年の朝鮮戦争による米国の敵産管理法のため、米ドルが使えなかったことによる。計画経済の時代は、出来るだけ安定していたほうがよかった。そのため、計画経済時代の為替相場は外国為替収支計画の編成と採算の標準とするだけであり、安定が要求された。そのため、輸出入価格と為替相場は次第に乖離していった。当時、中国は社会主義の優越性を唱え、社会主義国家である中国の人民元は世界で最も安定した通貨であるとしていた。そのようなことが言えたのは、中国の輸出入取引が国営貿易公司によって行われていたからといえる。対外貿易部(現商務部)傘下の各輸出入公司の為替相場による損益のブレは、対外貿易部が調整すれば済むことであった。

1978年以降、中国は対外開放政策を採った。対外開放政策で、中国の対外貿易の担い手として、国営輸出入專業公司以外も徐々に参入するようになった。そうなってくると、中国の輸出も輸入も採算が取れるようにする必要がある。当時の人民元対米ドル相場は中国の輸出のためには強すぎた。そこで、1981年から内部決済相場が試行された。貿易決済のための相場は1米ドルが2.8元と人民元を弱くした。しかし、1984年末までに人民元相場はほぼ2.8元の水準まで下落した。そこで内部決済相場は取り消しとなり、人民元対米ドル相場は一本化された。後に、中国当局は内部決済相場の実施は、実際には二重相場の実施であったことを認めている。

その後の動きを要点だけ記せば、人民元対米ドル相場は、1993年末まで下

がり続けた。公定相場の他に、80年代に外貨調整センター相場が生まれた。しかし、二つの相場があることの弊害も生じた。そこで、1994年1月、外為体制改革が行われ、二つの相場が統一されることとなった。

1993年末時点で、公定相場が1米ドル＝5.8元、外貨調整センター相場は1ドル＝8.7元であった。実際の取引には公定相場が全体の約2割、外貨調整センター相場が全体の約8割で使われたとされる。従って、実際に使われた比率を勘案して平均をとれば、統一後の相場水準は8.1元ないし8.2元であった。それを1993年末の外貨調整センター相場の1米ドル＝8.7元で統一したこと、外貨の供給が外貨の需要より多いことで、1994年以降、人民元相場が強くなり、1米ドルが8.27－8.28元で落ち着くこととなった。そして、2005年7月21日の2%切り上げまで、人民元相場が大きく動くことはなかった。

1994年の外為体制改革後、人民元は「市場の需給に基づく単一の管理された変動相場制」となったが、当局による管理の度合いが強かったので、あたかも固定相場のように8.27－8.28元で殆ど動かなかった。

### 3. 人民元問題の最も重要な点は何か

05年度国際収支報告によれば、結論としては、経常収支の黒字が大幅に増加し、資本と金融収支の黒字は大幅に減少している。経常収支の黒字は1608億ドルとなり、04年に比して134%増えた。資本と金融収支の黒字は630億ドルで、43%減った。資本と金融収支の黒字が減少したのは主として証券投資とその他投資が黒字から赤字に転じたためである。したがって、人民元の上昇圧力は経常収支といういわば「実需」によって国際収支が大幅に黒字となっているのであり、資本収支といういわば「投機」的要素のある資金で大幅黒字となったのではないから、ホットマネー流入を理由に切り上げに反対するという論法はもはや通用しなくなっている、との見方がある。国際収支には、誤差脱漏という項目がある。誤差脱漏とは、国際収支で記載漏れや記載時期のずれな

人民元の大幅切り上げはなぜ出来ないか

どから借方と貸方が一致しないため、この項目で不一致分を調整する。借方総額が貸方総額より大きいときはその差額を貸方に記入し、その逆は借方に記入する。一概に言えないが、ホットマネーが多いと貸方に、資本逃避が多いと借方になる。国際収支の誤差脱漏は01年までは借方であったが、02年から04年までは貸方となった。しかし、05年から再び借方となった。

06年10月6日に国家外為管理局が発表した06年1－6月の中国2006年上半期国際収支は“双子の黒字”となった。統計によれば、06年1－6月の中国の経常収支、資本と金融収支はいずれも黒字となった。経常収支の黒字は916億ドルであった。うち、貨物の黒字は800億ドル、サービス項目の赤字は57億ドル、収益の黒字は37億ドル、経常移転黒字は136億ドルとなっている。資本と金融収支の黒字は389億ドル、うち直接投資純流入は310億ドル、証券投資純流出は292億ドル、その他投資純流入は352億ドルであった。純誤差脱漏は05年以来引き続き借方で、84.05億ドルとなっている。

経常収支、資本と金融収支の“双子の黒字”が進む中で、中国の外貨準備資産は引き続き増加し、06年6月末で前年末比1222億ドル増加し、9411億ドルとなった。注1)

中国政府は、国際収支の均衡を極めて重視しているが、国際収支の均衡を人民元切り上げで達成するのが望ましいのか。或いは第11次五ヵ年計画にあるように、科学的発展観、経済成長方式の転換、内需拡大等で国際収支の基本的均衡を達成するのか。国際収支の均衡を達成し、持続的経済成長を実現するために、人民元の大幅切り上げに依存することが出来るのかどうか。この点が、人民元問題の最も重要な点といえよう。

人民銀行は06年5月31日、《2006年第一四半期中国通貨政策執行報告》を出した。その中で、引き続き外為管理体制改革を深化し、人民元相場形成メカニズムを改善するとした。中国の経済金融の発展と安定の必要から出発し、引き続き、主導的で、コントロール可能で、漸進的という原則で、管理された変

動相場制度を改善し、人民元相場形成の基礎的作用の中で、市場の需給を発揮させ、人民元相場の変動弾性を増加させ、人民元相場の合理的で、均衡の取れた水準での基本的安定を保持する、としている。ここにいう「中国の経済金融の発展と安定の必要から出発し」という中国当局の立場への理解が必要なのではないかと考える。注2)

#### 4. 2005年7月の切り上げ後、人民元相場があまり動かなかったのはなぜか

人民元の上昇が中国の輸出企業の約半数に影響を及ぼしていることが、中国国家统计局と中国发展改革委員会の調査でわかった。統計局などが06年6月に全国の大型・中堅メーカー約18,000社を対象に、経営状況や先行きの見通しを調べた。人民元の変動について輸出企業の40.9%が「既に一定の影響がある」、8.9%が「明らかな影響がある」とし、ほぼ半数が何らかの影響を受けていると回答した。注3)

中国の貿易黒字はどうか。税関総署は06年8月10日、7月の貿易黒字が146.13億ドルになったと発表した。前年同月比で約40%の伸び。1-7月累計でも前年同月比で52%増えた。1-7月累計の貿易黒字は759億ドルに達し、通年で過去最高だった05年の1020億ドルを大幅に上回る勢いである。注4)

周小川人民銀行総裁は、06年3月20日に国务院発展研究センター主催のフォーラムで“中国の貿易バランスと為替相場関連の問題”と題して注目すべき講演を行っている。その中で周小川総裁はつぎのような発言を行っている。

- ・ 為替相場改革を行って8ヶ月来、中国は積極的に外為市場を育て発展させてきたが、中国の各種企業と金融機関が変動相場制によりよく適応するには外為市場学習と適応の時間が必要である。
- ・ 貿易バランスのためには、中国は一つの発展途上の大国経済として、就業

人民元の大幅切り上げはなぜ出来ないか

圧力が大きく、金融系統が尚脆弱であり、漸進的で、コントロール可能な方法で調整するしかない。

- ・ 中国政府は既に内需拡大、貯蓄率引き下げ、市場開放、為替相場変動および輸入拡大等の政策の組み合わせで、国際収支バランス改善を図っている。こうした措置を徐々に実施することで、中国は貿易の基本的バランス実現に2－3年かかると予測している。しかし中国のエコノミストには、中国が全世界に対する大体の貿易バランスを実現しても、米国は巨額の貿易赤字を抱えている可能性があり、中米双方でバランスさせることは難しいと懸念している。問題は中国側には無い。
- ・ 米国側は双子の赤字削減面で、貯蓄率引き上げ面で、動きがたいへん鈍い。
- ・ 米国の一部の人士は為替相場がバランス調整のカギだと信じている。中国内部にも為替相場の作用が最大だと信じているものがある。ただし、この種の見方は統計上検証されておらず、中国の多年にわたる貿易と実際の有効為替相場の数字はこの観点を支持していない。したがって、単に、かつ過度に為替相場調整に依存して経常取引のバランスを実現させるという見方は決して頼りにならない。
- ・ I M F 規則では、各国は自己の為替相場制度を自主選択できることになっている。したがって、どのような相場体制も“為替相場操作”と定義づけることは出来ない。
- ・ 中国の貿易バランスを見る場合、何年間かの数字を見るべきであり、1年だけを見るべきではない。
- ・ もし似たような国家の対外債務水準が同じでなく、外商直接投資残高水準が同じでなければ、外貨準備も同じでないであろう。対外債務は返済せねばならない。直接投資は配当があるし、撤退するかもしれない。ホットマネーがあれば、機をうかがって流出する。これらの要素は皆、外貨準備の数量の基準に影響する。一人当たりの尺度で見れば、中国の外貨準備は多

くない。注5)

人民銀行スポークスマンとの単独インタビューでは、次のような発言がある。「今後、中国は人民元相場形成メカニズムを更に改善し、外為市場を発展させ、人民元相場の弾力性を増加させ、金融機関の相場自主決定能力とリスク管理能力を高める。現在のメカニズムで、市場の変化に基づいて、人民元には自主的に上下に変動する余地と能力があり、したがって、今後、人民元為替相場は当局が一度で調整をすることはなく、外為市場の需給と国際主要通貨間の相場の変化に基づいて自主的に変動する。」注6)

## 5. 現状では人民元相場はどのようにして決まるのか

05年7月21日以降、人民元相場形成メカニズムは徐々に改善され、人民元相場は更に敏感に市場の需給の変化に反応するようになり、更に弾力性に富むようになってきた。特に06年1月4日、相対〈あいたい〉取引方式(OTC)とマーケット・メーカー制度を銀行間直物外為市場に導入後、人民元相場変動が更に活発となった。

中国人民銀行は06年1月3日、「中国人民銀行の銀行間外為市場を更に改善することについての公告」を出した。その主な内容は以下の通りである。

市場の需給を基礎とした、通貨バスケットを参考にした管理された変動相場制度を改善し、外為市場の発展を促し、外貨取引方式を豊富にし、金融機関の自主的な相場決定能力を高める為、人民銀行は銀行間直物市場を更に改善し、人民元相場の仲値形成方式を改良することを決定した。

一、06年1月4日より、銀行間直物市場において相対(あいたい)取引方式(以下OTCと略称)を導入し、同時に取引所による仲介取引方式を保留する。銀行間外為市場の取引主体は集中授信、集中競売方式(現行方式)を選択してもよく、また双方授信・双方清算方式を選択し、相対取引を行なうことが出来る。同時に銀行間市場でマーケット・メーカー制度を導入し、市場

人民元の大幅切り上げはなぜ出来ないか

に流動性を提供する。

二、06年1月4日から、中国人民銀行は中国外貨取引センターに対し、毎営業日の午前9時15分に当日の人民元対米ドル、ユーロ、日本円および香港ドルの仲値を対外発表し、当日の銀行間直物外為市場（O T C方式と現行の取引所方式を含む）および銀行カウンター取引相場の仲値とする権限を与える。

三、O T C方式導入後、人民元対米ドル仲値の形成方式をこれまでの銀行間外為市場での現行の取引所方式で決まった終値で確定する方式から、中国外貨取引センターが毎日、銀行間外為市場開始前にあらゆる銀行間外為市場マーケット・メーカーへ相場問い合わせを行い、すべてのマーケット・メーカーの報告した相場を人民元対米ドルの仲値の計算のサンプルとし、最高値と最低値を除き、残りのマーケット・メーカーの相場を加重平均して、当日の人民元と米ドルとの仲値とする。加重平均は、中国外貨取引センターがマーケット・メーカーの銀行間外為市場での取引量および相場状況等の指標を総合して確定する。

四、人民元対ユーロ、日本円および香港ドルの相場の仲値は、中国外貨取引センターがそれぞれ当日の人民元対米ドル仲値と午前9時の国際外為市場のユーロ、日本円および香港ドル対米ドル相場から裁定して確定する。

五、本公告公布後、銀行間直物外為市場人民元対米ドル等通貨取引相場の変動幅と銀行の対顧客の米ドル公示相場値幅は現行規定通りとする。すなわち毎日の銀行間直物外為市場米ドル対人民元の取引相場は中国外貨取引センターが公布した米ドル取引仲値の上下0.3%の幅の中で変動し、ユーロ、日本円、香港ドル等米ドル以外の通貨対人民元の取引相場は中国外貨取引センターが公布した米ドル以外の通貨取引仲値の上下3%の幅の中で変動する。銀行の対顧客米ドル公示相場は最大の売買差が中国外貨取引センターが公布した仲値の1%の非対称性管理を行なう。電信売相場と電信買相場



の差が当日の取引仲値の1%を超えず、且つ売相場と買相場が形成した区間に当日の取引仲値が含まれていればよい。銀行の対顧客現金売相場と現金買相場の差は取引仲値の4%を超えてはならない。銀行は規定の幅の中で当日の米ドル公示相場を調整してよい。

中国人民銀行は国内外の経済金融情勢に基づいて、市場の需給を基礎とし、通貨バスケットを参考にして相場を変動させ、人民元相場に対して管理と調節を行い、人民元相場の正常な変動を守り、人民元が合理的で均衡の取れた水準で基本的に安定し、国際収支の基本的均衡を促進し、マクロ経済と金融市場の安定を守る。

中国人民銀行

2006年1月3日

以上が公告の全文である。国家外為管理局のホームページに、06年1月3日付けで、中国人民銀行スポークスマンが記者の質問に答える形での問答が出ている。参考になる部分が多いので、一部分を以下に記しておきたい。

一、OTC方式とは何か、これまでの方式とどこが違うのか？

答：OTC方式は、銀行間外為市場取引主体が相互に信用を与えることを基礎として、自主的に相対で相場を出し、相対で清算する直物外貨取引である。

OTC方式と取引所仲介方式の違いは、一に信用の基礎が異なる。OTCでは双方が信用リスクを負担する。取引所方式では、取引所を取引の相手とし、取引所が市場取引者の信用リスクを負担する。二に、相場形成メカニズムが異なる。OTC方式では双方が値決めをし、取引所方式ではコンピューターで取引相場が決まる。三に、清算のやり方が異なる。OTC方式では取引双方が行い、取引所方式では中国外貨取引センターが責任を負って集中清算する。

二、なぜOTC方式をやりながら、取引所方式を残すのか？

答：OTC方式は国際外為市場の基本制度である。世界の直物外為市場の大部分の取引はOTC市場に集中している。米国を例にとると、OTC方式による成約

人民元の大幅切り上げはなぜ出来ないか

が取引全体の90%以上を占める。OTC方式はコストが低く、信用リスク分散等の優れた点がある。

1994年に中国が外為管理体制改革を実施したが、信用の基礎が弱く、従来の外貨調整センターが地域ごとに分割されていた条件下で、直接OTC方式を導入することは現実的でなかったため、人民銀行は取引所に集中する方式をとった。04年には銀行間外為市場の成約量は2090億ドルに達し、1995年の3.2倍となった。

三、銀行間外為市場のマーケット・メーカーとは何か。なぜOTC方式の導入と同時にマーケット・メーカー方式を導入するのか？

答：銀行間外為市場のマーケット・メーカーは、銀行間外為市場で人民元と外貨の取引を行なう時に、市場のメンバーに持続的に売値と買値を提供することを引き受け、自身の売買行為を通じて、市場に流動性を提供する銀行間外為市場メンバーである。マーケット・メーカー制度は国際外為市場の基本的な制度である。

四、新しい仲値形成方式の下で、人民元相場には大幅な変動が出現するか？

答：人民元相場改革の総体的目標は、市場の需給を基礎とした、管理された変動相場体制をつくり、人民元相場を合理的で均衡の取れた水準で基本的に安定させることである。人民元相場の大幅な変動は、中国の経済金融にかなり大きな衝撃を与える可能性があり、中国の根本的利益に符合しない。新しい人民元相場仲値形成方式は、わずかに仲値の生成方式を変えただけであり、銀行間直物外為市場の人民元対米ドル等通貨の変動幅と銀行の対顧客米ドル公示相場の売買差は現行規定通りであり、人民元相場に大きな変動は出現し得ない。

## 6. 今後の人民元相場に影響を与える諸要因

### (1) 金利水準、国際収支、外貨準備

金利水準、国際収支、そして外貨準備高は人民元相場に影響を与える。中国

は国際収支の均衡促進を図る必要がある。第二四半期通貨政策執行報告は、国際収支不均衡問題解決は、消費需要を主とする内需拡大、貯蓄率の引き下げ、外資優遇政策の調整、輸入拡大と市場開放等構造的政策および為替相場変動から着手すべきであって、単に為替相場切り上げで実現することは出来ない指摘している。注 7)

## (2) 米国の貿易赤字

米国の貿易赤字は、中国に対する人民元切り上げ圧力となることは確かである。06 年上半年（1－6 月）の米国の貿易赤字の累計額は 3838.58 億ドルで前年同期を 12.8% 上回った。対中赤字は前年同期に比べ 13.0% 増の 1017.72 億ドルとなった。2006 年 7 月に就任したポールソン財務長官も「人民元相場の柔軟性を増すことが必要だ」と述べた。注 8)

## (3) G 7 等国際的な動き

米国の貿易赤字だけでなく、G 7 等国際的な動きも無視できない。06 年 9 月に開かれた G 7 の共同声明は人民元の柔軟化を促した。七カ国（G 7）財務相・中央銀行総裁会議は 9 月 16 日、共同声明を採択して閉幕した。共同声明の要旨を見ると、為替相場について、為替レートは経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）を反映すべきだとの考え方を再確認した。過度な変動や無秩序な動きは経済成長に望ましくない。引き続き為替市場を注視し、適切に協力する。多額の経常黒字を有する新興国・地域、特に中国の為替レートの一層の柔軟性が、必要な調整が進むためには望ましい、としている。

G 7 の言う柔軟性の拡大は、国際的な不均衡を無くするのが目的である。中国の貿易黒字は 1－8 月で前年同期比 55% 増の 946 億ドルであり、相場を市場に任せるなら人民元高がもっと進むが、現実がそうならないことへの不満の表明でもある。

中国人民銀行の周小川総裁のいう柔軟性の拡大はまず変動幅を大きくすることを指していると見られる。相場の上下動が激しくなれば、元高を狙った投機

人民元の大幅切り上げはなぜ出来ないか

資金の流入をけん制できる。周総裁は記者団に「内需を拡大すれば不均衡の是正にメリットがある」と述べ、輸入を増やして貿易黒字を減らすと強調した。そのために社会保障を整備して将来への不安を和らげ、消費を増やすべきだと語った。注 9)

#### (4) 中国当局による人民元相場形成メカニズム改革

中国当局はどのように人民元相場を動かそうとしているのか。中国人民銀行は、徐々に人民元為替相場の弾力性を高める、と表明している。《人民元為替相場形成メカニズム改革平穩実施1周年》と題する報告で、人民銀行は次のように表明した。人民元為替相場形成メカニズム改革は予期した効果をあげた。相場改革後、人民元相場変動の弾力性は明らかに増強された。報告によれば、人民元対米ドル相場仲値の一日平均変動幅は2005年の相場改革以後の0.02%から2006年年初来の0.04%に高まった。一日の最大変動幅は0.21%となった。更に人民元相場形成メカニズムを改善するために、各種改革を推進する。

第一に、市場の需給の相場形成での基礎的作用を更に発揮させ、徐々に人民元相場の弾力性を高め、人民元相場を合理的で均衡の取れた水準での基本的安定を保持する。第二に、外為市場の発展を推進し、外為市場のリスク計量とリスク分担メカニズムを改善し、市場構造と取引方式の複合化発展を促進し、金融機関の自主的値決め能力とリスク制御能力を増強させる。金融機関のリスク制御を奨励する前提で、金融イノベーションを積極的に推進し、企業と個人のために更に豊富なりスク回避商品を提供し、市場投資ルートを広げる。第三に、外為管理を改善し、更に貨物貿易とサービス貿易の便宜を促進し、徐々に經常取引の強制売り為替、買い為替制度から自由な売り為替、買い為替制度に移行する。企業が海外進出するのに有利な外為管理政策環境を創造し、短期資金の国境を跨いでの流動の監視体制を改善し、国家金融安定と金融安全を擁護する。注 10)

## (5) 外貨減らしの努力と効果

中国は増え続ける外貨を減らす努力をしている。その一つが適格域内機関投資家（QDII）制度である。国家外為局は06年8月2日、中国建設銀行20億ドル、交通銀行15億ドルの外貨購入額度を批准した。これで5行の商業銀行が総計83億ドルの額度を獲得したことになる。人民銀行は06年4月に、条件に合う銀行が域内機関と個人の人民元資金を集めて、一定の額度内で、外貨を購入し、域外の固定収益類商品に投資することを認めた。06年7月下旬、中国工商银行、中国銀行と東亜銀行が額度を獲得した。この方式は、高い貯蓄、高い外貨準備がもたらすリスクを解消し、人民元上昇圧力を緩和するのに助けになるとみなされている。QDIIは外貨を庶民が保有するので、資本市場の構造を改善するのに有利とされている。注11)

“輸出奨励重点”政策の転換も外貨減らしの具体策である。中国の輸出入が連続して増加し、貿易黒字が引き続き拡大する状況下で、中国は長期にわたって“輸出奨励重点”の対外貿易政策を改めて、国内経済の持続的発展を促進しようとしている。輸出税を例にとれば、高いエネルギー消費、高い汚染、資源性製品の輸出税還付はやめるべきであり、現在の農産品の輸出は大変困難であり、還付率を高めて農民の収入を増加するのがいい、と商務部の傅自応部長助理も述べている。中国の輸出は確かに増えているが、中国側から見ても、適正な価格で輸出されているとはいえない。傅自応部長助理は、「われわれの目下の対外貿易コストは、環境保護コストを含んでおらず、農民工の社会保障コストも含んでおらず、資源補償コストも含んでいない。」と述べている。注12)

国家发展改革委员会対外経済研究所張燕生所長は、目下、中国経済発展を制約している基本的要素は、以前の資本と外貨の不足から、資源と市場の不足に変わった、としている。この二つの不足を根本的に緩和するために、一に資源節約型技術と内需拡大に依存し、二に“走出去”（海外に打って出る）戦略で、外部資源供給を拡大し、過剰な生産能力を転化する、としている。注13)

人民元の大幅切り上げはなぜ出来ないか

中国政府商務部は、成長方式転換を速めて、対外貿易の持続的発展を促進しようとしている。05年に輸出入総額は1.4兆ドルに達し、輸出入規模は世界第三位となった。世界貿易に占める比率は6.5%となった。中国の経済総量は世界の4%だが、発明特許は世界の1.8%にすぎない。商標をもった企業は40%に達しない。自社ブランド製品輸出は10%未満であり、ブランド製品輸出は中国の輸出500強企業の売り上げの6%に過ぎない。“十五”期間に、中国の貨物貿易総額は世界第七位から第三位となり、年平均24.6%増加した。サービス貿易輸出入は世界第11位から第7位となり、年平均18.9%増加した。貨物貿易よりも5.7%低い。注14)

中国の輸出は確かに大きく伸びているが、内容的には改善すべき点が多いことがよくわかる。こうした観点から、輸出競争力を高めるために、人民元相場を大幅に切上げることが出来ないことになる。

#### (6) 人民元相場の弾力性と変動幅拡大

中国当局は再三にわたり、人民元相場の弾力性を大きくすることを表明している。弾力性が大きくなることで、投機筋のコストがかさむことになる。それだけでなく、将来人民元が交換性を持った時に、備えることが出来る。人民元対米ドル相場は06年7月末から06年9月末まで、小刻みな上下動を繰り返しながら上昇を続けた。しかし、06年7月の人民元相場は、前月末よりも下がった。人民銀行によれば、7月末の人民元相場仲値(中間値)は1米ドル＝7.9732円で、前月末よりも224ポイント低い。7月の銀行間外為市場の21日の取引日中、米ドル対人民元取引仲値が11取引日で上昇し、平均変動幅は18ポイント、10取引日で下降し、平均変動幅は42ポイントであった。注15)

#### (7) 国内経済動向

中国国内の経済運営が健全であることも、当然ながら通貨価値安定のために重要である。国内経済の先行きが、人民元相場に確実に影響を与える。本稿執筆時点では、貸出が伸びすぎ、全社会固定資産投資が多すぎる点が指摘され、

金利引き上げ等が行われている。

全社会固定資産投資が多すぎる点は常に指摘されている点であるが、あまり否定的に見るべきではないであろう。固定資産投資が多いことは、中国経済に活力があり、長期的成長力があることを示している。つまり投資の速すぎる増加には、合理的な要素と不合理な要素がある。合理的な要素としては、一に、中国の特定の発展段階と密接な関係がある。中国は都市化、新型工業化の段階にある。この段階は固定資産投資がかなり多い。二に、目下、国際、国内市場で原材料価格が高止まりしており、採掘、原材料製造等産業部門への投資が多い。三に、投資周期性増加の慣性作用がある。投資増加には一定の周期性がある。2003年から今回の投資快速増加が始まった。四に、概して企業収益が良好であり、自己資金豊富である。五に、西部大開発、東北老工業基地振興、中部地区勃興等新しい地域建設と社会主義新農村建設が新領域を開いた。六に、各種の体制的要素が当面の投資増加を推進した重要な原因である。しかしながら、鋼材、電解アルミ等一部の業界で、需要を大幅に上回る投資が行われている点は、大きな問題であり、投資抑制が必要である。注 16)

## 7. 資本取引の交換性はいつ実現するか

人民元の完全な交換性を実現させるための条件としては、次の諸点が挙げられる。

### (1) 良好なマクロ経済環境

良好なマクロ経済環境を具体的に示すものとしては、次の諸点が挙げられる。第一にマクロ経済運営がかなり平穏であること。第二に、発達した市場体系があること。第三に、政府にかなり強いマクロコントロール能力があること。第四に、外為市場に介入し、また国際収支を均衡させるに必要な外貨準備があること。

人民元の大幅切り上げはなぜ出来ないか

## **(2) 健全なミクロ経済主体**

中国の場合、特に国有企業が経営メカニズムを転換し、近代企業制度を確立し、技術力も製品開発力も備えた真に競争力のある企業とならねばならない。商業銀行も、真の意味の商業銀行とならねばならない。こうした点は中国の現状を考えれば、決して容易なことではない。

## **(3) かなり強い経済力と合理的な対外経済開放状態**

## **(4) 適当な為替相場制度と為替相場水準**

## **(5) 健全な通貨管理メカニズム**

## **(6) 完全な金融市場 注 17)**

中国の現状を考えると、これらすべての条件を短期間に充たすことは難しい。

外国側からの人民元切り上げ圧力に対して、中国人民銀行は人民元相場形成メカニズム改革の方向について明確に表明してきた。中国の目標は、資本取引に交換性を持たせて、最終的に人民元を交換可能通貨にすることである。そのために多くの準備が必要であり、一步一步着実に準備を進めている。中国の国情も十分に勘案して進める必要がある。そうしたことについて、これまで外国側の理解が十分得られてきたとは言いがたい。

中国は上述の通り長期的には、人民元について資本取引の交換性をつけた後、人民元を交換可能通貨とする方針であるため、徐々に資本取引についての制限を緩めていく方針である。

中国の資本取引開放の順序は、先に流入を緩め、後に流出を緩める。先に長期資本流動を開放し、後に短期資本流動を開放する。先に金融機関管理を開放し、後に非金融機関と住民個人の管理を開放する方針とされている。

総じて言えば、資本取引の厳格な管理を徐々に自由化し、為替相場変動幅を徐々に拡大するのが、中国の為替相場体制改革の二つの重要な内容である。1998年から2004年まで、中国は資本取引管理を徐々に緩めてきた。国際通貨基金が確定した43の資本取引項目のうち、制限がある項目は合計29項目ある



が、厳格な管理のものは6項目に過ぎず、全体の2割に達していないとされる。

今、中国ではホットマネーの流入が問題になっているが、資本逃避を心配したのは、最近では、つい3年ほど前のことである。03年1月20日付け『経済日報』は、“資本逃避を防止する措置をとるべきである”として専門家の次のような意見を載せている。「資本逃避は一種の隠れた金融活動であり、わが国の経済に危害をもたらした。その原因は、わが国にはまだ資本の生存と発展に有利な環境が欠けていることである。具体的には主として、金利、為替相場等金融資産価格の統制、市場参入の制限、あるいは明示的暗示的な規模管理等の方面である。同時に、わが国では目下資本市場が発達しておらず、資源配置効率が低下しており、金融取引商品の品種があまり揃っておらず、大量の資本が国外に逃げて高収益を求めているのである。そのほか、内資、外資の“差別待遇”も資本逃避をもたらした。」

また、01年7月10日付け『経済日報』は中国外への資本逃避について、およそ次のような内容の記事を載せている。「中国外への資本逃避の現状は一つの謎である。ある人は1997年から1999年までの資本逃避の規模は1000億ドルに達すると推定している。ただし、権威筋の分析では530億ドルとなっている。中国の実際状況から見ると、資本逃避の原因は主に以下のとおりである。(1) 非合法な所得の移転。(2) 公のものを私物化する。(3) 管理を逃れる。(4) 外貨を一旦国外に持ち出し、国内に回流させることで各種の優遇措置を受ける。(5) 個人財産の国外移転。

資本逃避の方法(1) 移転価格、すなわち高値で輸入、安値で輸出。(2) 外商直接投資があった形にする。(3) 域内では一つの人民元勘定から、もう一つの人民元勘定に入金し、国外では外貨を一つの勘定からもう一つの勘定に移す。(4) 金融機関と外為管理部門が違法な操作をして資本逃避する。(5) 直接携帯出国して資本逃避する。

我々の計算した中国の資本逃避は同期の国際収支総額の3%前後であり、国

人民元的大幅切り上げはなぜ出来ないか

際収支対外支払いの6%前後である。」

中国が資本取引の自由化をするのは、まだまだ先のことになるであろう。早くとも2010年以降となると見込まれる。日本が国際通貨基金8条国になったのは、東京オリンピックが開かれ、東京で国際通貨基金年次総会が開かれた1964年のことである。そして為替取引が原則自由となったのは1980年である。つまり、16年かかっていることになる。中国が国際通貨基金8条国になったのは1996年であり、まだ10年しか経っていない。

## 8. 結語—人民元相場の長期的展望

長期的に見れば、中国の国力増強によって、人民元は上下への変動を繰り返しながら、上昇していくであろう。しかし、中国の国家指導者は、中国の国情を考えて、人民元為替相場切り上げには慎重である。趙登峰（2005）も為替相場政策の基本的安定性の重要性を指摘している。相場政策の基本的安定性は、第一に国内物価の安定の助けになる。第二に、為替相場リスクを回避できることで、中国の対外貿易と投資の発展に有利である。第三に、人民元切り上げは中国の輸出競争力を弱める。第四に、人民元相場安定は、国内の金融部門と個人部門の保有する外貨資産に対する為替リスクを低くする。注18)

中国の人民元為替相場形成メカニズムは、05年7月までは、“需給に基づく、単一の管理された変動相場制”とはいいいながら、中国当局の管理の度合いが強いために、実質的には長期にわたって、固定相場の様相を呈してきた。

長期的には、人民元資本取引に交換性をつけて、人民元を交換可能通貨とすることが、市場経済化を進める中国にとってどうしても必要になる。そのためには、1994年1月以来続いている現在の相場形成メカニズムを改革する必要があり、05年7月の改革となったわけである。武良成（2006）は、05年7月21日の公告で、諸説のあった人民元相場問題が一段落して、人民元相場水準は緩やかに上昇する趨勢となり、今後より弾力的な為替相場制度を採るための基

礎を築いた、と解釈している。注 19)

05 年 7 月 21 日からの人民元相場形成メカニズムは、「通貨バスケットを参考にする」こととなったが、実は中国は通貨バスケットの経験がある。中国は 1968 年から人民元を外国との決済に使うようになった。1972 年 8 月には、筆者の勤務していた東京銀行（現、三菱東京 UFJ 銀行）と中国銀行との間で「円元決済」が合意に達している。人民元が外国との決済に使われるようになると、人民元相場水準が、西側諸国の為替相場の中で相対的に合理的な水準で推移して欲しいとの要望が出てきた。1971 年 8 月には米国は米ドルの金交換停止を発表した。米ドルを中心とする固定相場制度は瓦解してしまった。1973 年になると、西側通貨は変動相場制に移行した。人民元も西側通貨の変動に連れて為替相場を動かさざるを得なくなった。筆者の旧知の中国銀行呉念魯、陳全庚氏の「人民幣匯率研究」（1989 年、中国金融出版社）によれば、当時の人民元相場調整の原則は、(1) 人民元相場安定の方針を堅持し、上昇する通貨と一緒に上昇せず、下降する通貨と一緒に下降しない。(2) 対外経済往来中の平等互惠の政策を貫徹し、人民元相場は中国と外国双方の貿易と経済往来の発展に有利なようにする。(3) 国際通貨市場の市況を参照して、適時人民元相場を調整する。国際市場で堅実且つ安定した数種の通貨の為替市場での上昇あるいは下降の平均の幅を人民元相場調整の参考にする。人民元相場は固定相場制の時期に確定した相場水準を基礎にして、“通貨バスケット” の計算方法で、常に調整を行う。つまり、中国の対外経済貿易往来の中で、常に使用する若干の通貨について、その重要度と政策上の必要から、比率を確定し、これらの通貨の市場での上昇下落の幅に基づいて、人民元相場を計算する。1973 年から 1984 年までの間に、選択した通貨と比率について、七回の調整を行なった。このような計算と調整で、人民元相場は各国の相場の中間から少し上のところで安定していた。こうした歴史を経て、人民元は米ドルにペッグすることとなった。なぜ、米ドルにのみペッグすることとなったのか。ひと言で言えば、通貨バスケットは煩

人民元の大幅切り上げはなぜ出来ないか

瑣であったといえよう。

これからの人民元は、米ドル離れして、通貨バスケットを参考にする状態が続くのか。05年7月に始まった新しい相場形成メカニズムが何年続くか、予想は難しい。しかし、所詮は過渡期の措置であろう。人民元相場が、通貨バスケットで計算した範囲を超えて切り上がる可能性もあり、通貨バスケットで計算した範囲を超えて切り下がる可能性も無いとはいえない。しかし、中国経済の現状及び将来を勘案すれば、人民元は長期的には強くなっていく可能性が大きい。

中国の輸出入取引は改善すべき点が少なくなく、中国の経済成長は内需振興を重視しなければならない。しかしながら、長期的に見れば、中国の輸出入も将来性があるといえよう。10年には中国の国内総生産（GDP）は26兆元を超えると見込まれている。一人当たりGDPは2000米ドルを超えるであろう。もし、世界貿易が年率6%増加し、中国の輸出が10%前後で増加すると、20年には中国は世界で1、2の貿易大国になることになる。目下、ロシア、イタリア、オーストラリア、カナダのシェアは中国の輸出の1.4%に過ぎない。多くの周辺国家、例えばタイ、インドネシア、印度等は1%に過ぎない。アフリカ、南アメリカ等の新興市場のシェアは更に少ない。04年に中国の輸出が1億ドルを超えた商品は197種、10億ドル以上が61種、100億ドル以上が9種ある。  
注 20)

ただ、ここで注意しておかねばならないことは、経常取引は為替相場変動の重要な要素ではあるが、最も重要な要素ではないということである。経常取引の黒字が必然的に切り上げ期待に結びつくということではない。中国の経常取引の黒字が多かった時期は1997－1999年であった。特に1997年と1998年の経常取引の黒字は400億ドルを超えた。しかし、東南アジア金融危機の影響で、切り下げの可能性もあった。01年以降は、経常取引の黒字が1997年、1998年の水準よりも低い時でも、人民元が切り上がる可能性もあった。注 21)

WTOに加盟して4年来、対外貿易の平均増加速度は30%以上だが、数量は

増えても質的向上と収益向上はまだまだである。輸出の55%は加工貿易或いは外資企業に依存している。中国の輸出商品で、研究開発と営業販売の二つの利潤が厚い核心部分を掌握しているものは決して多くない。中国企業で自主商標を持っている企業は20%に達しない。自主ブランド輸出は10%に達していない。胡錦濤政権がこうした点を考えて、科学的発展観や経済成長方式の転換を唱えているわけで、方向は正しい。こうした点が改善され、中国が力をつける時代には、人民元は有力な国際通貨の一つとなっていることであろう。

人民元が当面、抱える問題点をしっかりと把握すると同時に、長期的可能性とその及ぼす可能性のある影響についても、しっかりと考えておくことが重要といえよう。

注1) 国家外為管理局サイト [http://www.safe.gov.cn/news/new\\_detail.jsp](http://www.safe.gov.cn/news/new_detail.jsp)

- 2) 2006年6月1日付け『経済日報』
- 3) 2006年8月3日付け『日本経済新聞』
- 4) 2006年8月11日付け『日本経済新聞』
- 5) 2006年3月28日付け『経済日報』
- 6) 2006年3月28日付け『経済日報』
- 7) 2006年8月10日付け『経済日報』
- 8) 2006年8月11日付け『日本経済新聞』
- 9) 2006年9月17日付け『日本経済新聞』
- 10) 2006年8月11日付け『経済日報』
- 11) 2006年8月4日付け『経済日報』
- 12) 2006年7月13日付け『経済日報』
- 13) 2006年7月18日付け『経済日報』
- 14) 2006年8月8日付け『経済日報』
- 15) 2006年8月12日付け『経済日報』
- 16) 2006年8月30日付け『経済日報』
- 17) 陳樹生(2005)『匯率与匯率政策研究』湖南大学出版社
- 18) 趙登峰(2005)『人民幣市場均衡匯率与实际均衡匯率研究』社会科学文献出版社

人民元的大幅切り上げはなぜ出来ないか

- 19) 武良成 (2006) 『転型国家的匯率制度選択与經濟穩定性研究』中国經濟出版社
- 20) 2006 年 8 月 31 日付け『經濟日報』
- 21) 許少強 李天棟 姜波克 (2006) 『均衡匯率与人民幣匯率政策』復旦大学出版社

# Why China cannot revalue RMB exchange rate drastically?

Isao Okubo

## Abstract:

When we study the RMB exchange rate, we have to study the historical background of RMB exchange rate. At the time of the planned economy, the RMB exchange rate was quite stable. At that time, China stressed the superiority of Socialist China.

After China adopted 'Open Door Policy', China abandoned the stability of RMB rate. To promote the export of China, RMB rate continued to devalue until the end of 1993.

At the beginning of 1994, the official rate and the swap rate was unified. A few years after 1994 reform, the RMB rate stabilized at the level of 8.27-8.28 yuan per dollar.

On July 21, 2005, the RMB rate was revalued 2%. Since then, the RMB rate revaluing quite slowly. Why China cannot revalue RMB rate drastically?

It is quite difficult for the state leaders to revalue RMB rate drastically. This is mainly because China is facing many difficult problems. In the near future, RMB rate will fluctuate more widely and will revalue slowly.

When will RMB become the fully convertible currency? At present, there is no timetable as to the day when the RMB will become the fully convertible currency.

It seems quite likely that RMB will become one of the strong currency in the foreseeable future.

## Keywords:

RMB exchange rate, balance of payment, capital flight, currency basket,